

**DIW Roundup**  
Politik im Fokus

Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung

2016

# Staatsfonds in Zeiten niedriger Rohstoffpreise

Hella Engerer

# Staatsfonds in Zeiten niedriger Rohstoffpreise

Hella Engerer | [hengerer@diw.de](mailto:hengerer@diw.de) | Abteilung [Energie, Verkehr, Umwelt] am DIW Berlin  
24. Mai 2016

Unter Sovereign Wealth Funds (SWF) oder Staatsfonds werden Fonds verstanden, die im Auftrag eines Staates Geld anlegen und verwalten. Die Fonds speisen sich häufig aus Ressourcen, insbesondere aus Einnahmen von Öl- und Gasexporten. Sie sollen in rohstoffexportierenden Ländern dazu beitragen, mögliche Preisschwankungen auf internationalen Rohstoffmärkten abzufedern oder finanzielle Reserven für künftige Generationen zu bilden. Lange Zeit hatten steigende Energiepreise zu einer rasanten Zunahme des Fondsvolumens auf weltweit insgesamt über sieben Billionen US-Dollar gesorgt und die Länder somit mit einem beachtlichen finanziellen Puffer ausgestattet. Mit dem Rückgang des Ölpreises seit Mitte 2014 wurde diese Dynamik jedoch unterbrochen. Einige der ölexportierenden Staaten müssen in Zeiten sinkender Exporteinnahmen und angespannter Haushalte zur Deckung ihrer Defizite nun sogar auf Mittel ihrer Staatsfonds zurückgreifen. Dieses DIW Roundup beleuchtet Funktionen, Bedeutung sowie die Entwicklung von SWF in Zeiten niedriger Energiepreise.

## SWF: Ursprung, Funktionen, Governance

Der erste, bis heute noch existierende Staatsfonds wurde 1956 im Südseestaat Kiribati gegründet, der damals reich an Phosphatvorkommen war. Die britische Kolonialverwaltung erhob auf den Export von Phosphat einen Zoll; mit diesen Einnahmen wurde der *Kiribati Revenue Equalisation Reserve Fund* gespeist, der als Stabilisierungsfonds (siehe unten) fungierte. Die Phosphatvorkommen waren 1979 erschöpft; danach wurden Einnahmen aus Fischereilizenzen in den Fonds eingebracht. Der Fonds umfasste 2014 ein Volumen von rund 670 Millionen US-Dollar (Kiribati Government 2015); dies entspricht etwa dem Vierfachen des Bruttoinlandsprodukts. In der Folgezeit haben weitere Staaten SWF aufgelegt, die sich aus Erlösen von Rohstoffexporten bzw. Budgetüberschüssen speisen.

SWF stellen eine heterogene Gruppe von Fonds dar. Sie lassen sich nach der Mittelherkunft unterscheiden in *commodity funds*, deren Einnahmen durch den Verkauf oder die Besteuerung von (mineralischen) Rohstoffen, insbesondere Erdöl und Erdgas, erzielt werden, und *non commodity funds*, die sich aus anderen Quellen wie Budgetüberschüssen speisen. Zu den verschiedenen Zielstellungen der SWF gehören:

- *Stabilisierung/Reserven*: Der Fonds soll dazu beitragen, möglicherweise auftretende Preisschwankungen eines Rohstoffes auf den internationalen Märkten abzufedern und damit eine rohstofforientierte Volkswirtschaft weniger anfällig für Preisschwankungen zu machen. Die Etablierung eines Staatsfonds, in dem die Exporterlöse „geparkt“ werden, soll der „holländischen Krankheit“ (*dutch disease*) entgegenwirken: Infolge steigender Rohstoffexporte kommt es zu einer Aufwertung der heimischen Währung und zu verminderter Wettbewerbsfähigkeit anderer, exportorientierter Wirtschaftszweige, die daher abgebaut werden. Falls es zu einem starken Rückgang der Rohstoffpreise kommt, wird die auf den Rohstoffsektor fokussierte Volk-

wirtschaft stark getroffen. Mit der Gründung eines Staatsfonds, der durch Exporterlöse gespeist wird und im Ausland Fremdwährung investiert, sollen die Aufwertung vermieden und Reserven für Preisrückgänge aufgebaut werden.

- *Intergenerationale Umverteilung*: Die Erlöse aus Rohstoffverkäufen werden teilweise im Fonds geparkt, damit später, wenn die Rohstoffreserven erschöpft sind, die Mittel den nachfolgenden Generationen zugutekommen können.
- *Strukturwandel und sozioökonomische Zwecke*: Ein Teil der Erlöse aus Rohstoffexporten wird genutzt, um sozioökonomische Projekte zu unterstützen oder die Rohstofflastigkeit zu überwinden und in zukunftsfähige Wirtschaftszweige zu investieren.

In der Praxis haben die Fonds oft mehrere Zielstellungen. Der weltweit größte Staatsfonds, der norwegische [Government Pension Fund](#), dient der intergenerationalen Umverteilung einer alternden Bevölkerung. Durch den Fonds sollen, nachdem die wirtschaftlich abbaubaren Ölreserven erschöpft sind, auch künftige Generationen am einstigen Ölreichtum des Landes teilhaben können. Dabei darf nur der jährlich erwartete Ertrag des Fondsvermögens in Höhe von bis zu vier Prozent in das Budget übertragen und für andere, auch stabilitätspolitische Maßnahmen verwendet werden. In Russland wurden 2008 mit der Aufteilung des Stabilisierungsfonds in den [Reserve Fund](#) und den [National Wealth Fund](#) institutionell die Aufgaben getrennt: Der *Reserve Fund* übernimmt in Zeiten niedriger Ölpreise eine Stabilisierungsfunktion, während der *National Wealth Fund* grundsätzlich zur Rentenfinanzierung beiträgt. In der Praxis ist diese Trennung allerdings nicht gewährleistet.

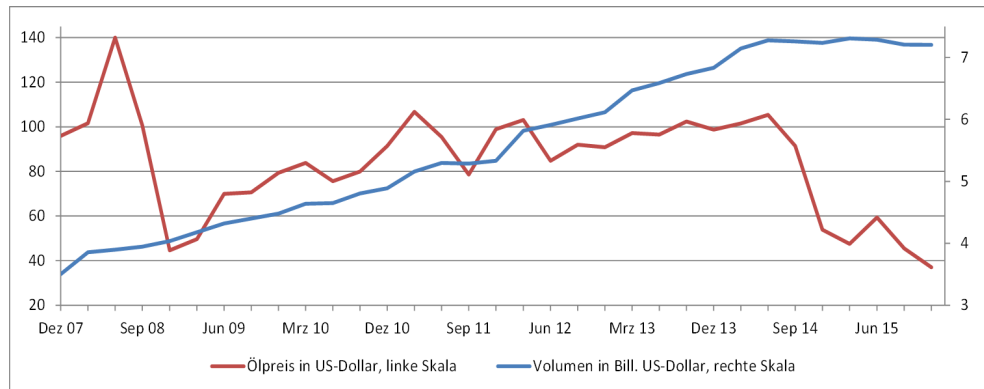
Um langfristig den Erfolg von Staatsfonds zu gewährleisten, sind unter anderem ein effizientes Management und vorausschauende Anlagestrategien der Fonds entscheidend. Eine wichtige Voraussetzung hierfür sind geeignete Eigentums- und Governance-Strukturen. Diese unterscheiden sich bei den bestehenden SWF. Sie reichen von staatlichen Einrichtungen, die direkt Ministerien unterstellt sind, bis hin zu Staatsfonds in privater Rechtsform mit eigenem Management (für weitere Details siehe [Gelb et al 2014](#)). Auch die Transparenz der Fonds ist sehr unterschiedlich: Einige veröffentlichen detailliert ihre Entscheidungen, Anlagestrategien und die Fondsentwicklung. Der norwegische Fonds gilt hier als vorbildlich. Bei anderen finden sich entsprechende Angaben kaum (vgl. auch [Drăniceanu et al. 2014](#)). Das *Sovereign Wealth Fund Institute (SWFI)* hat einen [Transparenzindex](#) entwickelt, demzufolge der Staatsfonds Venezuelas derzeit den letzten Rang einnimmt. An der mangelnden Transparenz hat sich in den vergangenen Jahren wenig geändert, obwohl 2008 als Reaktion auf die global wachsende Bedeutung der Staatsfonds von 26 Mitgliedsländern des Internationalen Währungsfonds, die selbst SWF haben, die so genannten [Santiago Principles](#) etabliert worden waren. Mit diesen wurden unter anderem einige grundlegende institutionelle und organisatorische Regelungen getroffen sowie die Transparenz über die Entwicklung des Fonds und deren Investitionspolitik festgeschrieben. Aufgrund der unzureichenden Transparenz liegen zur Entwicklung und dem Vermögen einzelner, teilweise auch bedeutender Fonds nur Schätzungen vor.

### Entwicklung und Bedeutung von SWF

Zahl und Vermögen der SWF sind in den letzten Jahren insgesamt stark gestiegen. Belief sich das geschätzte Vermögen der SWF vor der weltweiten Finanzkrise Ende 2007 auf etwa 3,5 Billionen US-Dollar, so hatte es sich bis Ende 2015 auf rund sieben Billionen US-Dollar verdoppelt ([Sovereign Wealth Fund Institute](#)). Mit dem Verfall des Ölpreises wurde diese Dynamik gestoppt. Im Zuge der rückläufigen Exporterlöse sind auch die daran gekoppelten Mittelzuweisungen an die SWF ölexportierender

Länder tendenziell zurückgegangen. Hinzu kommt, dass sich aufgrund der weltweit niedrigen Zinsen die Erträge der SWF teilweise weniger dynamisch entwickeln. Beides zusammen schmälert tendenziell das Vermögen insbesondere von SWF in ölexportierenden Ländern und verlangsamt den bisher dynamischen Vermögensaufbau von SWF insgesamt.

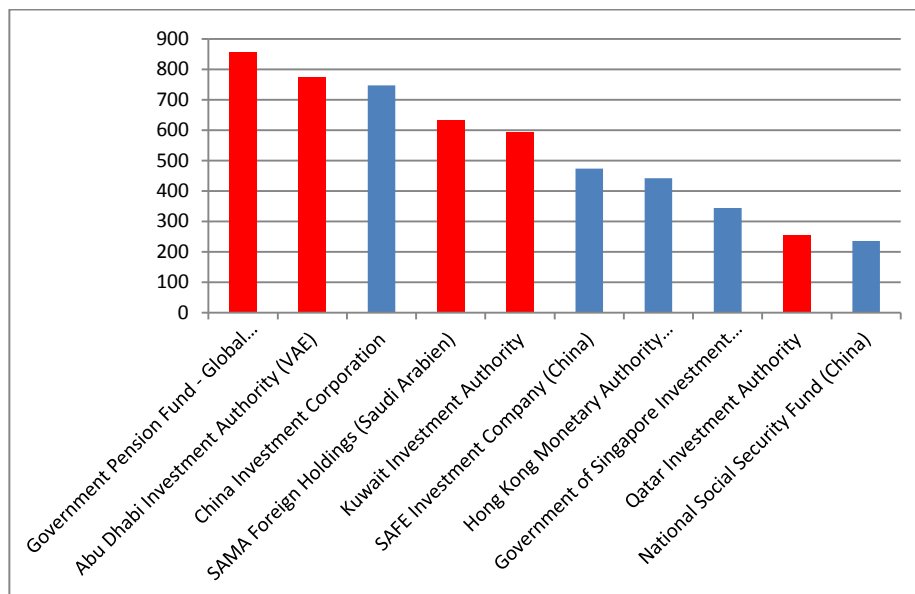
### Entwicklung von Fondsvolumen und Ölpreis



Darstellung des DIW Berlin.

Die zehn größten Fonds halten etwa drei Viertel des gesamten Fondsvolumens. *Commodity funds* – insbesondere Fonds, die sich durch Einnahmen aus Öl- und Gasvorkommen speisen – machen etwa 57 Prozent des Vermögens aus. Einige Länder haben mehrere Fonds aufgelegt, teilweise mit unterschiedlichen Zielstellungen. Die SWF erreichen in einigen Ländern eine bedeutende Größenordnung, insbesondere in rohstoffexportierenden Ländern des mittleren Ostens: So beläuft sich der Anteil des Volumens am Bruttoinlandsprodukt (BIP) in Saudi-Arabien auf 0,85 Prozent und in Katar auf 1,2 Prozent; in den Vereinigten Arabischen Emiraten erreicht er das Dreifache und in Kuwait sogar das 3,6-fache des BIP. Auch in Norwegen hat der *Government Pension Fund* mit dem 1,6-fachen des Bruttoinlandsprodukt eine relativ große Bedeutung.

## Die zehn größten Staatsfonds, Mrd. US-Dollar



### Commodity funds, non commodity funds

Quellen: Sovereign Wealth Institute, <http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings/>, The Government Pension Fund, <https://www.regjeringen.no/en/topics/the-economy/the-government-pension-fund/market-value-of-the-government-pension-f/id699635/>,

Aufgrund ihres Fondsvolumens spielen SWF an den internationalen Kapitalmärkten eine Rolle. Die größten Fonds verwalten ein Vermögen, das an die Größenordnung anderer Investoren wie große Versicherungen oder Pensionsfonds herankommt (Miceli et al. 2015). SWF investieren vor allem in Anleihen und Aktien, in geringerem, aber in letzter Zeit gestiegenem Umfang auch in Immobilien und risikoreichere Anlagen (Ficova 2015, Preqin 2015). Die Funktionen (Stabilisierungs-/Reservefonds, Pensionsfonds, Entwicklungsfonds) beeinflussen das Anlageverhalten und den -zeitraum (Hentov 2015). Bei der Auswahl der Anlagen werden neben (langfristigen) Renditeerwartungen auch weitere Kriterien herangezogen. So müssen für Anlagen des norwegischen Fonds bestimmte ethische Regeln erfüllt sein. Nicht investiert werden darf beispielsweise in die Rüstungs- und Tabakindustrie.

### Staatsfonds in Zeiten niedriger Energiepreise

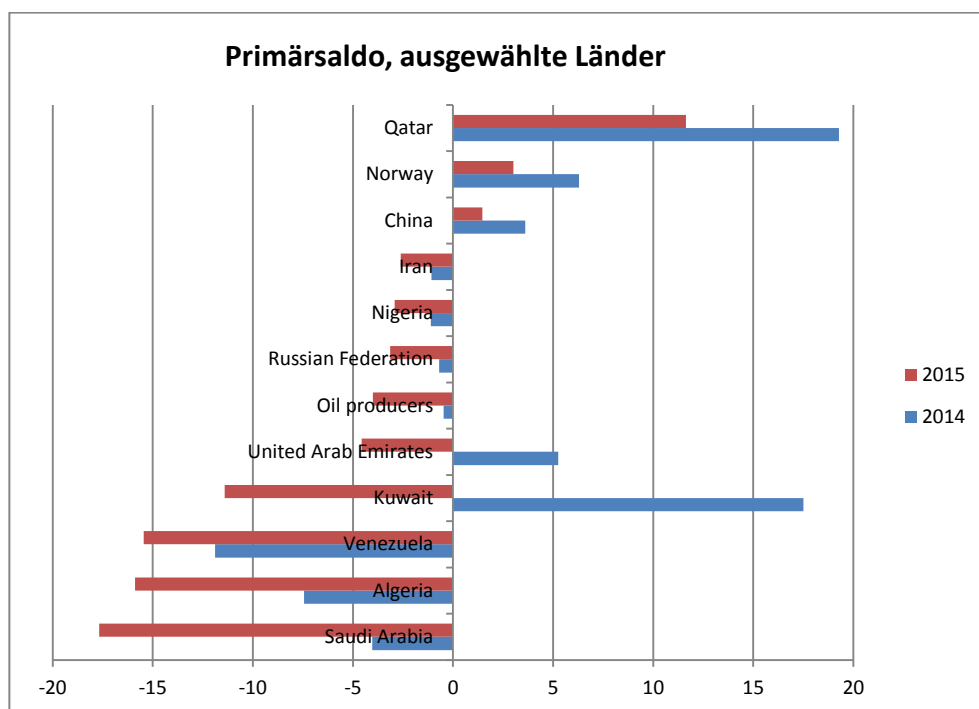
Der Rückgang der Ölpreise und die Phase derzeit niedriger Preise betrifft vor allem solche SWF, die sich aus Erlösen durch Erdölexporte speisen. Andere *commodity funds* leiden ebenfalls unter gesunkenen Rohstoffpreisen. Die Fondsentwicklung hängt darüber hinaus sowohl bei *commodity funds* als auch bei *non commodity funds* von der Anlagestrategie und den -möglichkeiten auf den internationalen Kapitalmärkten ab. Grundsätzlich ist dabei zu beobachten, dass die Rendite der SWF in den vergangenen Jahren zurückgegangen ist. Der norwegische *Government Pension Fund* hat im ersten Quartal 2016 sogar eine negative Rendite erzielt (Norges Bank Investment Management 2016).

Die künftige Entwicklung der SWF dürfte je nach Land unterschiedlich verlaufen. Sie hängt auch davon ab, welche Funktion ein SWF übernimmt. Länder mit einem Stabilisierungsfonds nutzen das Vermögen oder die Erträge ihrer Fonds, um Preisrückgänge abzufedern. So hat Russland im Zuge des Ölpreisverfalls auf seinen Reservefonds zurückgegriffen, der seit Mitte 2014 von etwa 87 Milliarden US-Dollar auf 50 Milliarden US-Dollar Anfang April 2016 geschmolzen ist. Im Unterschied hierzu

konnte der norwegische *Government Pension Fund* – auf Basis von Kronen – im Jahr 2015 noch zulegen, allerdings geht ein Teil des Zuwachses auf die Abwertung der norwegischen Währung zurück.

Ob und in welchem Ausmaß die Länder auf ihre SWF in Zeiten niedriger Ölpreise und schwacher Wirtschaftsentwicklung zurückgreifen, hängt nicht zuletzt von ihren finanziellen Reserven ab. Länder mit geringen finanziellen Reserven sind rasch gezwungen, auf ihre SWF zurückzugreifen. Andere Länder verfügen über ausreichende Reserven, um den Rückgang von Exporterlösen vorübergehend abzufedern. So beliefen sich am Jahresanfang 2016 die Reserven Saudi-Arabiens auf circa 600 Milliarden US-Dollar; diese waren im letzten Jahr aber um 130 Milliarden US-Dollar geschrumpft (International Monetary Fund 2016); damit hat auch der Umfang von *SAMA Foreign Holdings* abgenommen. Gleichzeitig steht anstelle eines Überschusses in der Leistungsbilanz nun ein Defizit. Eine ähnliche Entwicklung gibt es auch in anderen ölexportierenden Länder der Golfregion (International Monetary Fund 2016a) sowie Lateinamerikas.

Die sinkenden Erlöse aus Energieexporten machen sich in vielen ölexportierenden Ländern inzwischen deutlich in den öffentlichen Haushalten bemerkbar. Die Defizite steigen unter anderem in Saudi-Arabien, Algerien, Venezuela, Kuwait, den Vereinigten Arabischen Emiraten und Russland (siehe Schaubild). Einige der Länder versuchen ihre Defizite zu begrenzen, etwa durch Erschließung neuer Einnahmequellen, höhere Steuern und Abgaben sowie Kürzungen von Subventionen und Ausgaben (Masood Ahmed 2016). Dabei ist im Mittleren Osten vor allem der Abbau der hohen Energiesubventionen sinnvoll, da hierdurch auch längerfristig wichtige Anreize zur Energieeinsparung und zu Strukturveränderungen gesetzt werden. Tatsächlich haben einige Golfstaaten bereits derartige Maßnahmen in Angriff genommen: Die Vereinigten Arabischen Emirate haben die Subventionen für Benzin und Diesel abgebaut. Saudi-Arabien hat ebenfalls Subventionen, unter anderem auf Benzin, gekürzt und plant die Einführung einer Mehrwertsteuer.



Quelle: Internationaler Währungsfonds, <http://data.imf.org/?sk=757a72b7-eece-470e-b6a1-d96b04b7014a&sid=1390030109571&ss=1420753763127>

Eine weitere Option zur Sanierung ihres Haushaltes ist für einige Länder der Rückgriff auf ihr Vermögen, zu dem auch die staatseigenen (Energie-)Unternehmen zählen. So hat Russland die Privatisierung von Anteilen an *Rosneft* in Aussicht gestellt. Saudi-Arabien hat im Rahmen seiner ambitionierten *Vision 2030* den Börsengang des Ölkonzerns *Aramco* und dessen Teilprivatisierung angekündigt. Dies soll dazu beitragen, das Vermögen des zweiten saudischen Staatsfonds (Public Investment Fund, PIF) auf insgesamt zwei Billionen US-Dollar aufzustocken (Bollinger 2016). Wenn dies tatsächlich gelingen sollte, wäre der PIF der weltweit größte Staatsfonds.

## Fazit

SWF haben lange Jahre von steigenden Rohstoffpreisen und der Erholung auf den Finanzmärkten profitiert. Diese Dynamik wurde durch rückläufige und auf absehbare Zeit niedrige Energiepreise und weltweit eher geringe Zinssätze gebremst. Teilweise sind Länder mit SWF in wirtschaftliche Schwierigkeiten geraten und mussten auf ihre SWF zurückgreifen; andere Länder, darunter die Golfstaaten, haben zunächst andere Reserven genutzt und versuchen Einsparmöglichkeiten zu realisieren. Derzeit offenbart sich, ob die jeweiligen SWF tatsächlich ihre Funktion zur Stabilisierung, intergenerationalen Umverteilung und Modernisierung der Wirtschaft übernehmen können.

## Quellen

- Ahmed, Masood (2016), 30 \$ A Barrel, Finance and Development, Vol. 53, No. 1, March 2016, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2016/03/ahmed.htm>
- Allen, Mark and Jaime Caruana (2008), Sovereign Wealth Funds—A Work Agenda, International Monetary Fund, <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/022908.pdf>
- Arezki, Rabah, Adnan Mazarei and Ananthkrishnan Prasad (2015), IMFdirect – The IMF Blog, Sovereign Wealth Funds in the New Area Of Oil, <https://blog-imfdirect.imf.org/2015/10/26/sovereign-wealth-funds-in-the-new-era-of-oil>.
- Beck, Roland and Michael Fidora (2008), The Impact of Sovereign Wealth Funds on Global Financial Markets, International Monetary Fund, Occasional Paper Series, No. 91, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbocp91.pdf>.
- Bolliger Monika (2016), Wirtschaftsreformen in Saudiarabien. Kronprinz öffnet die Schatztruhe, Neue Zürcher Zeitung vom 25. April 2016, <http://www.nzz.ch/wirtschaft/wirtschaftspolitik/weltgroesster-boersengang-saudiarabien-will-oelgesellschaft-teilprivatisieren-ld.16023>.
- Drăniceanu, Doina-Ana, Elena-Doina Dascălu and Lucian-Florin Onișor (2014), Sovereign Wealth Funds – Activity, Development and Forecasting, Romanian Journal of Economic Forecasting, Vol. XVII, issue 4, 168-183, [http://econpapers.repec.org/article/rjromjef/v\\_3a\\_3ay\\_3a2014\\_3ai\\_3a4\\_3ap\\_3a168-183.htm](http://econpapers.repec.org/article/rjromjef/v_3a_3ay_3a2014_3ai_3a4_3ap_3a168-183.htm).
- Fasano, Ugo (2000), Review of Experience with Oil Stabilization and Saving Funds in Selected Countries, International Monetary Fund, Working Paper 00/112.
- Ficova, Antonia (2015), Analysis of Sovereign Wealth Funds: From Asset Allocation to Growth, Global Journal of Management and Business Research ©, Vol 15, Issue 9, <http://journalofbusiness.org/index.php/GJMBR/article/view/1827>.
- Gelb, Alan, Silvana Tordo, Håvard Halland, with Noora Arfaa and Gregory Smith (2014), Sovereign Wealth Funds and Long-Term Development Finance, The World Bank, Policy Research Working Paper 6776, <http://dx.doi.org/10.1596/1813-9450-6776>.
- Hentov, Elliot (2015), How do Sovereign Wealth Funds Invest? A Glance at SWF Asset Allocation, <https://www.ssga.com/investment-topics/asset%20allocation/2015/How-do-Sovereign-Wealth-Funds-Invest-A-Glance-at-SWF-Asset-Allocation.pdf>.
- International Monetary Fund (2016), Saudi Arabia. International Reserves and Foreign Currency Liquidity, <http://www.imf.org/external/np/sta/ir/irprocessweb/data/sau/eng/cursau.htm>.

International Monetary Fund (2016a), Regional Economic Outlook Update, Middle East and Central Asia, April 2016, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/reo/2016/mcd/mreo0416.htm>

International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG) (2008), Sovereign Wealth Funds. General Accepted Principles and Practices, "Santiago Principles",

Kiribati Government, 2015 Budget, <http://www.mfed.gov.ki/publications/national-budget-2015>.

Miceli, Valeri, Asoka Wöhrmann, Manry Wallace and Danny Steiner (2015), Opportunities or Threats? The Current and Future Role of Sovereign Wealth Funds in Financial Markets, Deutsche Asset & Wealth Management, [http://at.e-fundresearch.com/files/deutsche\\_awm\\_white\\_paper\\_sovereign-wealth\\_funds\\_mar2015.pdf](http://at.e-fundresearch.com/files/deutsche_awm_white_paper_sovereign-wealth_funds_mar2015.pdf).

Norges Bank Investment Management (2016), The Fund's Annual Return, <http://www.nbim.no/en/the-fund/return-on-the-fund/>.

Preqin (2015), The 2015 Preqin Sovereign Wealth Fund Review, Executive Summary, <https://www.preqin.com/item/2015-preqin-sovereign-wealth-fund-review/1/11123>.

United Nations Conference on Trade and Development (2014), Review of Maritime Transport. 2014, Genf, <http://unctad.org/en/pages/PublicationWebflyer.aspx?publicationid=1068>.



## **Impressum**

DIW Berlin – Deutsches Institut  
für Wirtschaftsforschung  
Mohrenstraße 58, 10117 Berlin

Tel. +49 (30) 897 89-0  
Fax +49 (30) 897 89-200  
<http://www.diw.de>

ISSN 2198-3925

Alle Rechte vorbehalten  
© 2016 DIW Berlin

Abdruck oder vergleichbare  
Verwendung von Arbeiten  
des DIW Berlin ist auch in  
Auszügen nur mit vorheriger  
schriftlicher Genehmigung  
gestattet.